

Республика Армения

Социально-экономические тенденции первого полугодия 2023 года и среднесрочные перспективы*

Октябрь 2023 г.

*Данная справка была подготовлена Проектной группой по финансовым кредитам Проектного блока ЕФСР Евразийского Банка развития: Тигран Костанян (Директор Проектной группы), Наталья Писарева (Руководитель направления «Бюджетный сектор»), Эльвира Курманалиева (Ведущий эксперт), Евгений Жевнов (Главный специалист), Ярослав Баклажанский (Главный специалист), Александр Янушкевич (Эксперт), Лиана Арутюнян (Ведущий специалист). Текст Приложения подготовлен Лианой Арутюнян. Группа выражает благодарность за предоставленные комментарии Сергею Улатову (Советник проектного блока ЕФСР) и группе Главного экономиста ПБ ЕФСР.

Материал может не совпадать с официальной позицией ЕАБР и управляющих органов ЕФСР.

Социально-экономические тенденции первого полугодия 2023 года и среднесрочные перспективы

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

Армстат - Статистический комитет Республики Армения

ВВП – Валовой внутренний продукт

ВМР – Валовые международные резервы

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ИТ – информационные технологии

НДС – налог на добавленную стоимость

ЦБ РА – Центральный банк Республики Армения

ПБ ЕФСР – Проектный блок Евразийского фонда стабилизации и развития

ПИИ – прямые иностранные инвестиции

РА – Республика Армения

РФ – Российская Федерация

СТО – Счет текущих операций платежного баланса

В первом полугодии 2023 года экономика Армении продолжила находиться под влиянием положительных экстерналий, проявившихся в 2022 году. В январе-июне 2023 года экономический рост в Республике Армения был поддержан как внешним, так и внутренним спросом. Инфляция существенно замедлилась на фоне укрепления армянского драма, снижения цен на международных товарных рынках, высокой базы прошлого года и влияния ужесточения монетарной политики в 2022 году. В результате значительного ослабления инфляционных эффектов, Центральный банк Армении снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. до 10,5%. Фискальная позиция улучшилась за счет увеличения налоговых поступлений на фоне низкого освоения расходов бюджета. Дефицит СТО несколько расширился на фоне ухудшения торгового баланса и ослабления притока денежных переводов.

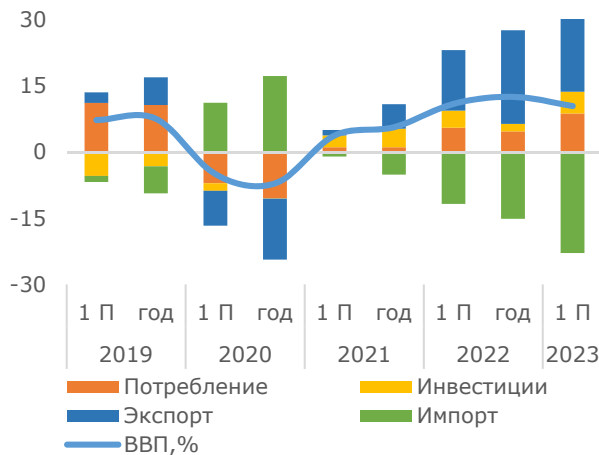
Реальный сектор и рынок труда

Увеличение внутреннего и внешнего спроса способствовало сохранению высокого темпа экономического роста в Республике Армения. По итогам января-июня 2023 года реальный ВВП увеличился на 10,5% по сравнению с ростом на 11% в соответствующем периоде предыдущего года (Рис. 1). Потребительский спрос (вклад в прирост ВВП составил 8,8 п.п.) был поддержан ростом заработных плат в частном секторе (реальный рост 15,3%), ростом потребительских кредитов (32,8%), а также продолжающимся притоком туристов (в основном, из России). Основным драйвером инвестиционного спроса (вклад 4,9 п.п.) было жилищное строительство, которое было поддержано ростом ипотечных кредитов на 26,9% и ростом коммерческих кредитов в строительном секторе на 21,9%. Нарастивание экспорта товаров и услуг (вклад 19,8 п.п.) было обусловлено в основном увеличением спроса на отдельные товары на российском рынке, импорта (вклад 22,9 п.п.) - увеличением внутреннего спроса, генерируемого, в том числе, со стороны туристов и релокантов. В результате, вклад чистого экспорта товаров и услуг в прирост ВВП сложился негативным на уровне -3,2 п.п.

В отраслевом разрезе положительное влияние на экономическую активность оказали все отрасли экономики, кроме сельского хозяйства, но наибольший совокупный вклад в прирост ВВП приходится на торговлю и сектор услуг – 8,5 п.п. (Рис.2). Вклад оптовой и розничной торговли составил 2,7 п.п., в основном, за счет оптовой торговли, высокий рост которой был обусловлен увеличением спроса других отраслей экономики. В рост сектора услуг основной вклад внесли информация и связь (2,9 п.п.), перевозки и складское хозяйство (0,9 п.п.) и операции с недвижимым имуществом (0,9 п.п.). Сектор финансовой и страховой деятельности имел отрицательный вклад (-0,4 п.п.) на фоне замедления банковской деятельности. В частности, наблюдалось замедление темпа роста непроцентных доходов по сравнению с тем же периодом прошлого года, когда наблюдался бум открытия банковских счетов нерезидентов.

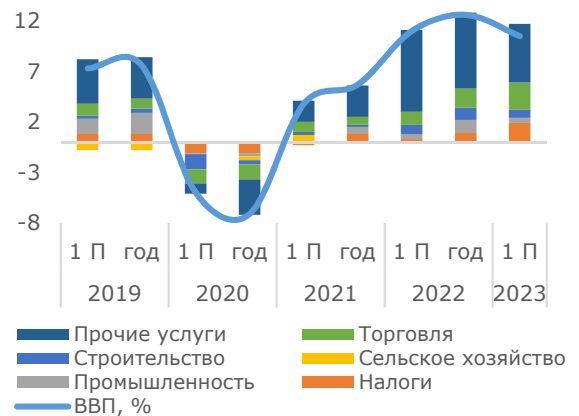
Вклад обрабатывающей промышленности составил 0,5 п.п. в результате роста производства напитков (на 7,3%), табачных изделий (на 16,1%), ювелирных изделий (на 52%), прочих неметаллических минеральных продуктов (на 29,1%), что было поддержано внутренним и внешним спросом. При этом добывающая промышленность с прошлого года продолжала демонстрировать отрицательную динамику на фоне снижения добычи металлических руд (-0,4 п.п.).

Рис 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по использованию (п.п.)



Источник: Армстат

Рис 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству (п.п.)



Источник: Армстат

Ускорение экономической активности положительно отразилось на показателях рынка труда. По итогам 6 месяцев численность официально зарегистрированных безработных сократилась на 16,3%, что привело к увеличению численности занятых на 5,7%. Темп роста номинальной заработной платы ускорился до 19,5% по сравнению с приростом на 11,3% годом ранее. Высокие темпы роста заработных плат отмечались в секторах информации и связи, обрабатывающей промышленности, оптовой и розничной торговли, секторе развлечений и отдыха. В условиях замедления инфляции, реальная заработная плата в целом по экономике выросла на 15,3% (по сравнению с ростом на 3,2% в соответствующем периоде прошлого года). При этом, в частном секторе она увеличилась на 17,9%, а в государственном секторе – на 5%.

Инфляция и денежно-кредитная политика

В первом полугодии 2023 года цены перешли в дефляционную зону на фоне снижения цен на международных товарных рынках и укрепления номинального обменного курса (Рис.3). По итогам июня 2023 года 12-месячная инфляция составила -0,5% (против 8,3% в декабре 2022 года). Дефляции способствовало снижение цен на продовольственные товары, вклад которых составил -1,9 п.п. (против 4,1 п.п в декабре 2022 года), в частности, за счет снижения цен на хлеб и хлебобулочные изделия, масла и жиры, фрукты, овощи и сахар. Вклад цен на непродовольственные товары и услуги составил 0,1 п.п. (1,6 п.п. в декабре 2022 года) и 1,3 п.п. (2,6 п.п. в декабре 2022 года), соответственно. Показатель базовой инфляции также снизился до 1,5% по итогам июня по сравнению с 9,5% в декабре предыдущего года.

Учитывая существенное снижение инфляционного давления, в июне 2023 годы ЦБ РА снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. до 10,5%.¹

Темп прироста денежного предложения ускорился до 21,5%, с 9,2% годом ранее(Рис.4). Главным фактором роста широкой денежной массы были депозиты до востребования в национальной и иностранной валюте, вклад которых составил 8,1 п.п. и 5,9 п.п., соответственно (против 3,8 п.п. и 2,5 п.п. годом ранее), при этом вклад срочных депозитов в целом (в национальной и иностранной валюте) составил 5,3 п.п. Вклад наличных денег в обращении составил 2,1 п.п. (против сокращения на -0,4 п.п. годом ранее).

Прирост денежной базы составил 1,5% (против 1,2% годом ранее), что в основном было обусловлено ростом чистых иностранных активов, вклад которых составил 8,6 п.п. (против сокращения на 12,3 п.п. годом ранее). Чистые иностранные активы увеличились в результате валютных операций ЦБ РА в размере 782,2 млн долларов США (интервенции ЦБ РА). Чистые внутренние активы сократились на 18,5% (против роста на 53,4% годом ранее), за счет снижения кредитов по линии РЕПО и роста депозитов Правительства, ввиду сформированного в отчетном периоде профицита бюджета.

Рис 3. Инфляция (% г/г, на конец периода)



Источник: ЦБ РА, Армстат

Рис 4. Монетарные индикаторы (%)



Источник: ЦБ РА

Бюджетный сектор и государственный долг

Высокие темпы экономического роста, а также низкое освоение расходов бюджета способствовали улучшению фискальной позиции (Рис.5). По итогам первого полугодия государственный бюджет исполнен с профицитом в 3,4% ВВП, против 2,1% ВВП годом ранее. Доходная часть бюджета увеличилась до 29,6% ВВП (против 29,0% годом ранее) за счет роста налоговых поступлений на 0,7 п.п. до 28,1% ВВП. Доходная часть бюджета была

¹ https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/Inflation_report_2023Q2_rus.pdf

поддержана увеличением поступлений налога на прибыль (на 1,2 п.п.) на фоне улучшения финансового положения предприятий; таможенных пошлин (на 0,4 п.п.), в связи с увеличением суммы перечисляемых РА пошлин из общего фонда таможенных пошлин ЕАЭС; НДС (на 0,3 п.п.), рост по линии которого был обусловлен увеличением поступлений от импортируемых товаров из стран, не входящих в ЕАЭС; социальных выплат (на 0,2 п.п.) в результате увеличения с 1 января 2023 года ставки социального взноса работника с 4,5% до 5% и роста занятости и зарплат; подоходного налога (на 0,2 п.п.) в результате роста занятости и зарплат, несмотря на снижение ставки с 22% до 21% и рост возвратов подоходного налога (увеличение сумм выплачиваемых процентов за обслуживание ипотечных кредитов); акцизного налога (на 0,1 п.п.) в результате увеличения поступлений от импорта подакцизных товаров; налога с оборота (на 0,1 п.п.), а также ростом поступлений по прочим налогам (на 0,2 п.п.).

По остальным видам налогов было снижение или нулевой рост: поступления по линии экологических платежей и платежей за природопользование сократились на 1 п.п. в основном за счет снижения роялти от добычи металлических полезных ископаемых (сокращение на 68,8% по сравнению годом ранее); и госпошлин на 1,1 п.п. в результате отмены вывозной пошлины на концентрат медно-молибденовой руды.

Расходы бюджета сократились до 26,1% ВВП с 26,9% годом ранее, несмотря на их номинальный рост на 12,7% по сравнению с первым полугодием предыдущего года. Сокращение текущих расходов на 0,8 п.п. до 23,2% ВВП наблюдалось по всем статьям, за исключением трансферов и процентных выплат, что объясняется невыполнением плана по расходам на 9,8% (несмотря на их номинальный рост на 12,1%). Капитальные расходы составили 2,9% ВВП, оставаясь на уровне прошлого года, что также происходило в условиях невыполнения плана на 47,4%, при номинальном росте расходов на 16,2%. Основной причиной невыполнения плана остаются проблемы управления и реализации капитальных проектов.

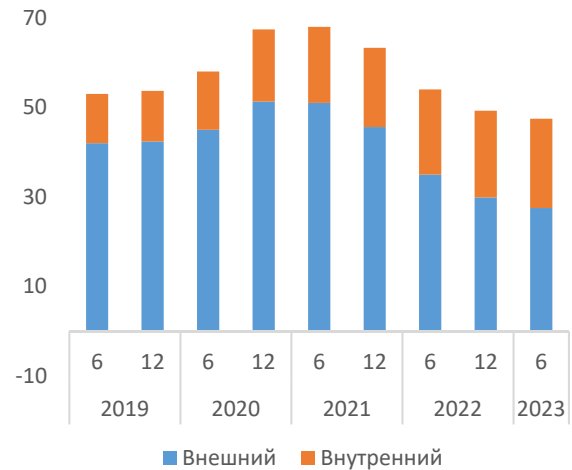
Укрепление обменного курса и рост ВВП привели к сокращению уровня государственного долга до 47,5% ВВП (Рис.6). В силу вышеуказанных факторов внешний государственный долг сократился на 2,4 п.п. до 27,5% ВВП. При этом в результате увеличения объема государственных облигаций, внутренний государственный долг в отчетном периоде увеличился на 0,5 п.п. до 19,9% ВВП. Как следствие, изменилась структура госдолга – доля внешнего долга в общем объеме снизилась до 58%, а внутреннего долга возросла до 42%, что, в целом, соответствует стратегии Правительства по управлению государственным долгом в части изменения его структуры в пользу внутренних заимствований.

Рис 5. Государственный бюджет (% ВВП)



Источник: Минфин РА

Рис 6. Государственный долг (% ВВП)



Источник: Минфин РА

Внешний сектор

Дефицит счета текущих операций расширился в связи с существенным сокращением денежных переводов и ростом торгового дефицита, несмотря на значительный рост экспорта услуг (Рис.7). В 1 полугодии 2023 года сальдо СТО сложилось дефицитным в размере 650 млн долларов США (-6,4% ВВП) против 160 млн долларов США (-2,2% ВВП) годом ранее. Структура внешней торговли изменилась на фоне существенного роста товарооборота с РФ. В результате превышения стоимостных объемов импорта товаров над экспортом, дефицит торгового баланса сложился на уровне 1445 млн долларов США (14,3% ВВП), против 800 млн долларов (11% ВВП) годом ранее. При этом профицит баланса услуг значительно увеличился до 966 млн долларов США (9,6% ВВП), против 504 млн долларов США (7% ВВП) годом ранее, на фоне роста на 70,3% числа туристов, превысивших один миллион (из них 518 тыс. – из РФ).

Дефицит первичных доходов в 1 полугодии 2023 года незначительно снизился и составил 433 млн долларов США или 4,3% ВВП (против 437 млн долларов США или 6% ВВП годом ранее). В связи с существенным сокращением денежных переводов и ослаблением российского рубля к доллару США, вторичные доходы двукратно снизились до 262 млн долларов США или 2,6% ВВП (против 573 млн долларов США или 7,9% ВВП годом ранее).

Существенный рост физических объемов импорта на фоне растущего внутреннего спроса и увеличения реэкспорта в условиях снижения цен на импорт привел к расширению дефицита торгового баланса, несмотря на рост экспорта, как за счет ценового фактора, так и увеличения физических объемов. Стоимостной объем экспорта товаров увеличился на 72,8% (реальный рост на

26%²), чему способствовал рост внешнего спроса, в частности, на российском рынке. Наибольший вклад в прирост экспорта внесли драгоценные камни и металлы (20,3 п.п.), машины и оборудование (26,4 п.п.), средства наземного, воздушного и водного транспорта (17,3 п.п.), текстильные изделия (3,9 п.п.), готовые пищевые продукты (3,3 п.п.). При этом экспорт минеральных продуктов имел отрицательный вклад (-7,4 п.п.). Рост потребительского и инвестиционного спроса привели к существенному увеличению импорта товаров, стоимостной объем которого увеличился на 73% (реальный рост 60,8%). Наибольший вклад в прирост импорта внесли средства наземного, воздушного и водного транспорта (25,3 п.п.), машины и оборудование (21,1 п.п.), драгоценные камни и металлы (13,2 п.п.), текстильные изделия (3,9 п.п.). В общем объеме импорта товаров отрицательный вклад (-0,7 п.п.) имел только импорт минеральных продуктов.

В первом полугодии 2023 года наблюдалось существенное изменение в структуре торговых потоков на фоне роста экспорта в Россию в 3 раза, а импорта – на 28,6%. В результате, доля Российской Федерации в товарообороте РА за этот период составила 34,6 процента. В число основных торговых партнеров РА также входят Китай (11,4%), Объединенные Арабские Эмираты (5,6%), США (4,4%), Иран (3,9%), Германия (3,9%).

По финансовому счету платежного баланса наблюдалось чистое заимствование в размере 24 млн долларов США или 0,2% ВВП (против чистого кредитования в 43 млн долларов США или 0,6% ВВП годом ранее). Источником притока средств выступали прямые иностранные инвестиции и портфельные инвестиции, которые за 1 полугодие 2023 года составили 226 млн долларов США (2,2% ВВП) и 189 млн долларов США (1,9% ВВП), соответственно. Суммарный отток по прочим инвестициям в 1 полугодии 2023 года повысился до 628 млн долларов США (6,2% ВВП) против 59 млн долларов США (0,8% ВВП) годом ранее. Такая динамика во многом обусловлена погашением депозитов депозитных организации на 136 млн долларов США (1,4% ВВП), а также значительным снижением кредиторской задолженности депозитных организации и прочих секторов перед нерезидентами на сумму 392 млн долларов (3,9% ВВП).

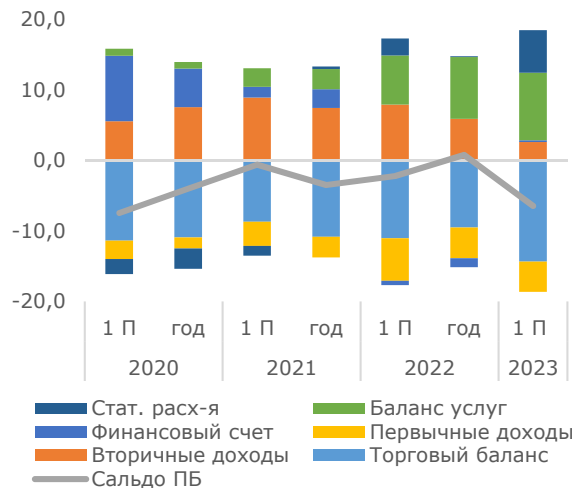
Дефицит СТО по большей части балансировался за счет неучтенных потоков по статье «пропуски и ошибки», которые составили 607 млн долларов США или 6,0% ВВП. Возросшие неучтенные потоки, вероятнее всего, связаны с значительным притоком наличной иностранной валюты и её продажей на внутреннем рынке□

Валовые международные резервы снизились за 6 месяцев на 0,2 млрд долларов США и составили 3,9 млрд долларов США (4,1 мес. импорта). В условиях притока иностранной валюты (за счет неучтенных потоков) в январе-июне ЦБ РА провел интервенции и приобрел валюту в эквиваленте 782,2 млн долларов США для сглаживания чрезмерного укрепления национальной валюты. Номинальный курс национальной валюты в июне 2023

² С учетом эффекта укрепления обменного курса.

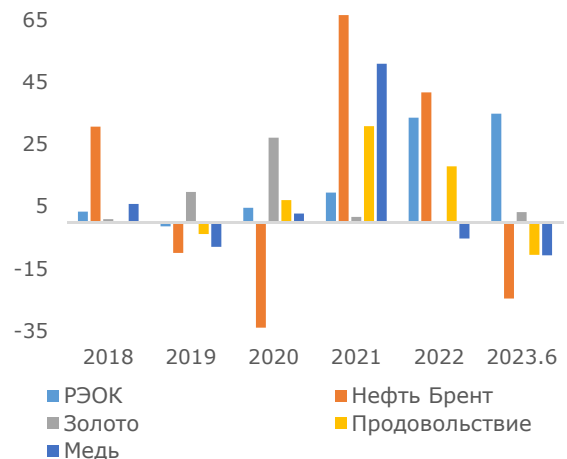
года укрепился на 8,5% г/г, а реальный эффективный обменный курс – на 30,5% г/г, снизив конкурентоспособность армянского экспорта (Рис.8).

Рис 7. Платежный баланс (% ВВП)



Источник: ЦБ РА

Рис 8. Динамика внешних ценовых переменных (% г/г)



Источник: ЦБ РА, Всемирный банк

Финансовый сектор

Кредитная активность банков ускорилась на фоне высокого экономического роста. За 12 месяцев совокупный объем кредитов коммерческих банков увеличился на 14,6% по сравнению со 1,7% в предыдущем году (Рис.9). При этом прирост кредитов в национальной валюте существенно ускорился, составив 22,8% (против роста на 16,1% годом ранее), тогда как в иностранной валюте прирост составил 2,3%. В отраслевом разрезе рост кредитов происходил за счет увеличения ипотечных кредитов (6,6 п.п.), потребительских кредитов (3,8 п.п.) и коммерческих кредитов в строительном секторе (2,0 п.п.). Объем кредитования в секторе промышленности сократился. Сокращение объемов кредитов в иностранной валюте (также в результате укрепления курса армянского драма) привело к сокращению долларизации кредитного портфеля с 39,7% до 35,4 процента.

Депозитная база (в национальной и иностранной валюте) продолжила расти высокими темпами (прирост на 27,3% против 8,0% годом ранее). Драйвером ее роста были депозиты как резидентов, увеличившиеся на 23,9% (вклад 18,4 п.п.), так и нерезидентов, выросшие на 38,4% (вклад 8,9 п.п.). Опережающий рост депозитов нерезидентов в иностранной валюте привел к повышению долларизации депозитов с 50,4% до 51,7 процента.

Показатели финансовой устойчивости банковской системы продолжают сохраняться на относительно высоком уровне, несмотря на некоторое ухудшение по сравнению с годом ранее. За 12 месяцев рентабельность капитала сократилась с 26,3% до 17,9%, а рентабельность

активов - с 3,7% до 2,7% на фоне замедления темпов роста непроцентных доходов по сравнению с тем же периодом прошлого года, когда наблюдался бум открытия банковских счетов нерезидентов (Рис.10). Рост прибыли банковской системы на 38,5% способствовал увеличению показателя достаточности капитала с 18,6% до 20,5% (пороговое значение - 12%). Качество кредитного портфеля осталось неизменным, доля проблемной задолженности составила 2,9%. В результате анализа развития макрофинансовых и кредитных рынков, ЦБ РА принял решение оставить ставку контрциклического буфера капитала во втором квартале неизменной на уровне 1,5 процента.

Рис 9. Банковское кредитование, (% г/г)

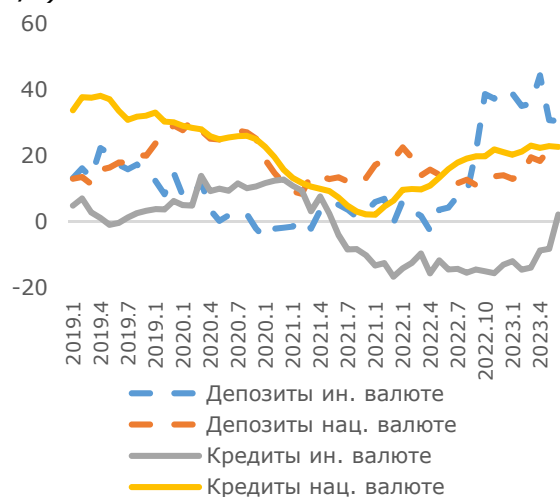
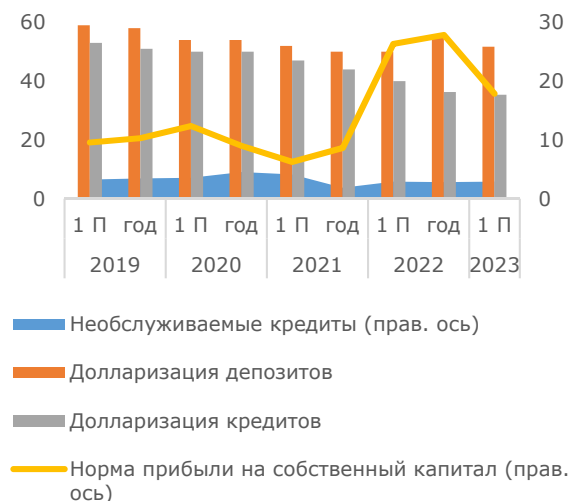


Рис 10. Показатели банковского сектора, (%)



Источник: ЦБ РА

Источник: ЦБ РА

Врезка 1: Расширение прозрачности финансового сектора

Принимая во внимание постоянно растущий спрос на статистическую информацию, ЦБ РА расширил количество показателей, публикуемых на своем официальном сайте. В частности, на сайте ЦБ РА опубликованы опросы об инфляционных ожиданиях и условиях кредитования, а также данные по кредитам МСП, разбивка кредитов по регионам РА и т.д

Среднесрочные перспективы

Положительные экстерналии, проявившиеся в 2022 году, вероятнее всего, сохранятся и в 2023 году, но в условиях относительно низкого темпа роста притока российских туристов и капитала. Ожидается, что в 2023 году спрос постепенно нормализуется, и рост экономики замедлится вдвое до 6,3%, в том числе в результате высокой базы 2022 года (Рис.11). В 2023 году внутренний

спрос будет поддержан ростом заработных плат в частном секторе и потребительских кредитов. Положительный эффект на экономический рост также продолжит оказывать валовое накопление в частном секторе за счет роста жилищного строительства, ожидаемого возобновления строительных работ на Амулсарском руднике (вклад в экономический рост по оценке ЦБ РА около 1 п.п.) и увеличения государственных инвестиций, обусловленного планами Правительства по постепенному увеличению их доли до 6% ВВП в среднесрочном периоде. Экспорт товаров и услуг продолжит расти высокими темпами, что будет поддерживаться увеличением внешнего спроса, в том числе на отдельные товары на российском рынке.

По прогнозам ПБ ЕФСР, в среднесрочном периоде темпы экономического роста будут формироваться в пределах своего долгосрочного потенциального уровня порядка 5%³ (Рис.11).

Денежно-кредитная политика будет направлена на удержание инфляции в рамках целевого уровня (4±1.5%). По оценке ПБ ЕФСР, 12-месячная инфляция в декабре 2023 года будет ниже целевого уровня и составит 3,2% (г/г) по сравнению с 8,3% в 2022 году, на фоне снижения международных цен на продовольственные товары, укрепления драма и снижения давления со стороны потребления. В среднесрочной перспективе инфляция прогнозируется в рамках целевого уровня, что позволит ЦБ РА постепенно снизить ставку рефинансирования до нейтрального уровня (Рис.12).

Рис 11. Прогноз реального ВВП, (%)

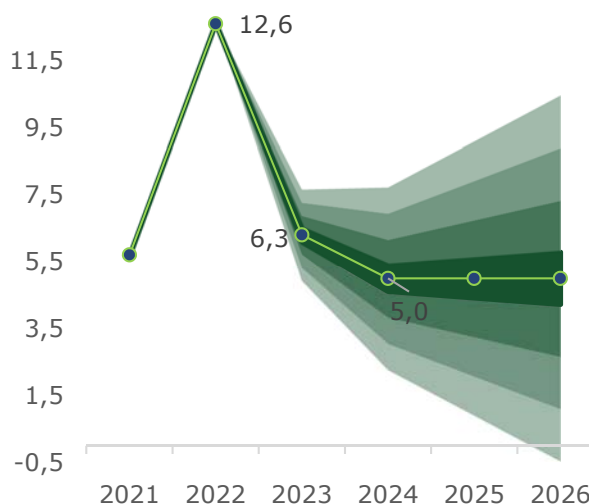
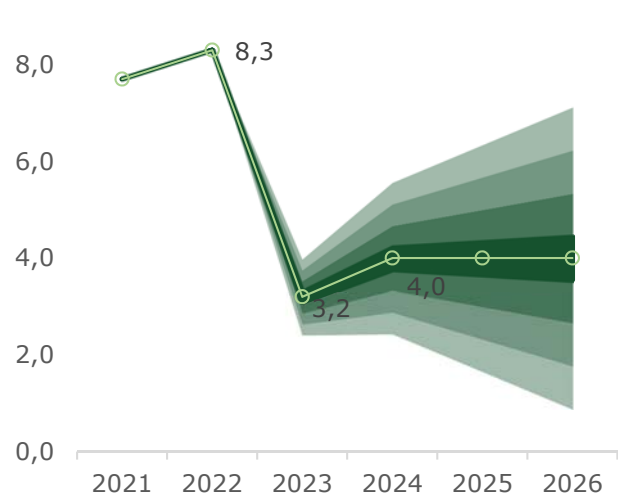


Рис 12. Прогноз инфляции, (% г/г)



Источник: Оценки ЕФСР, которые показывают вероятность попадания прогнозов в конкретные интервалы

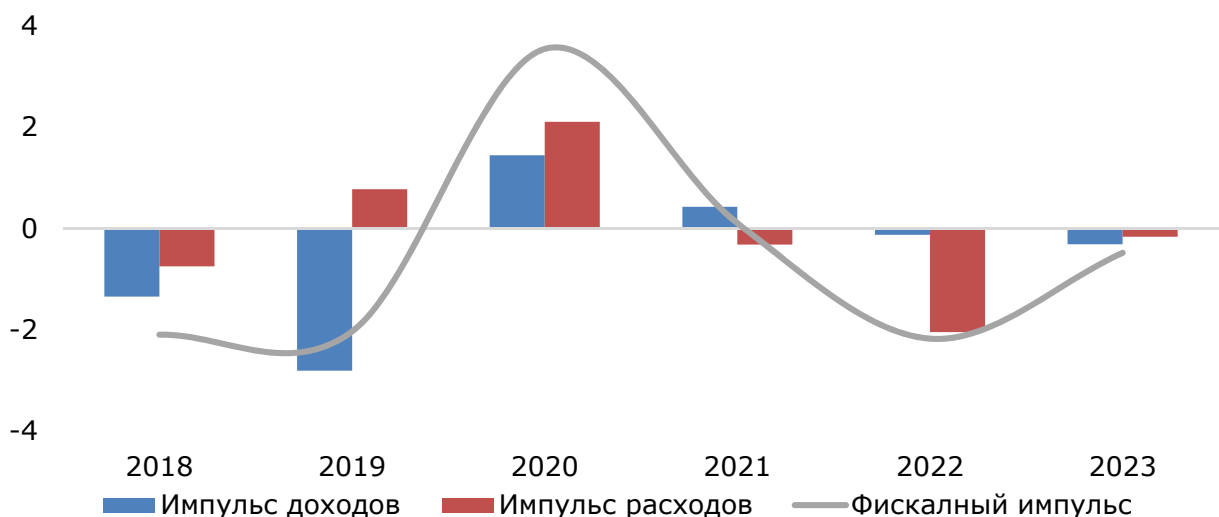
Повышение капитальных расходов приведет к увеличению дефицита бюджета в 2023 до 2,8%. Прирост налоговых поступлений в 2023 году составит

³ Оценка соответствует оценкам ЦБ РА, опубликованным в «Отчете об инфляции» 27/06/2023

примерно 0,75%, из которых 0,5% ожидается за счет улучшения налогового администрирования, а 0,25% – за счет налоговой политики (поступления от налогообложения электронной коммерции, повышение ставок акцизов, повышение налоговой нагрузки на игорный сектор). В 2024-2026 годах прирост налоговых поступлений составит около 0,5 % ежегодно. В результате, дефицит бюджета в 2023-2026 годах в среднем составит 2,6% ВВП.

Фискальный импульс: В первом полугодии 2023 года на фоне положительного разрыва выпуска Правительство РА проводило контрциклическую политику. По итогам 2023 года, влияние фискальной политики на совокупный спрос оценивается как сдерживающее: фискальный импульс, по нашим оценкам, будет отрицательным (-0,5 п.п.), в том числе импульс расходов составит -0,2 п.п., доходов -0,3 п.п. (Рис.13)⁴.

Рис 13. Фискальный импульс, %



Источник: Оценка ЕФСР

Дефицит счета текущих операций несколько расширится в 2023-2026 годах до 2,5% ВВП (в среднем) по причине прогнозируемого ухудшения торгового баланса. Существенный рост объемов импорта в прогнозном периоде приведет к снижению достаточности международных резервов до 3,9 месяца импорта в 2026 г., по сравнению с 4,8 месяца импорта в 2022 году.

Риски: У базового прогноза ЕФСР есть как понижательные, так и повышательные риски. К понижательным макроэкономическим рискам относятся возможный отток капитала РФ и переезд временно проживающих в РА граждан РФ в другие страны, в результате чего потребление сократится. Реализация этих

⁴ Из расходов и доходов исключены компоненты, не влияющих на внутренний спрос (гранты, процентные платежи по внешнему долгу, экспортные кредиты).

рисков может оказать давление на обменный курс и привести к ослаблению армянского драма, что, в свою очередь, может привести к ускорению инфляции, снижению устойчивости показателей банковского сектора и повышению уровня государственного долга. Кроме этого, ухудшение макроэкономических условий может негативно сказаться на формировании доходной части государственного бюджета. К повышательными макроэкономическими рисками относятся дальнейший приток капитала из РФ, реализация пакета помощи ЕС, увеличение инвестиций в реализацию проекта Амулсарского рудника и начало его эксплуатации с 2024 года (вклад в экономический рост, по оценке ЦБ РА, составляет около 2 п.п.), а также возобновление работ на Техутском руднике (см. Таблица 2. Факторы рисков).

Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей

	2022 Факт	2023 Оценка	2024 Прогноз	2025 Прогноз	2026 Прогноз
<u>Национальные счета и цены (в %)</u>					
Прирост реального ВВП	12,6	6,3	5,0	5,0	5,0
ИПЦ (дек, г/г)	8,3	3,2	4,0	4,0	4,0
<u>Деньги и кредит (на конец периода)</u>					
Широкие деньги, % изменения	16,1	14,0	11,5	11,5	11,5
Ключевая процентная ставка	10,75	9,75	9,5	9,5	9,5
<u>Государственные финансы (в % ВВП)</u>					
Доходы и гранты	24,3	24,5	24,8	25,1	25,5
из них налоговые поступления	22,7	23,5	23,9	24,4	24,9
Бюджетные расходы	26,4	27,3	27,4	27,6	27,9
Текущие расходы	21,9	21,4	21,2	21,3	21,5
Капитальные расходы	4,5	5,8	6,1	6,3	6,3
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-2,1	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4
<u>Внешний сектор (в % ВВП)</u>					
Счёт текущих операций	0,8	-2,1	-2,5	-2,8	-2,8
Прямые иностранные инвестиции	5,1	4,7	4,3	3,9	3,5
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	4,8	4,3	4,1	4,0	3,9

Таблица 2. Факторы риска для базового прогноза

	Для роста ВВП	Для инфляции
Повышающие риски (+)	<ul style="list-style-type: none"> • дальнейший приток капитала, • ускорение инвестиций за счет сбережений, накопленных в частном секторе, • реализация пакета помощи ЕС «Восточное партнерство» в размере 2,6 млрд евро (по оценке ЦБ РА, годовой рост повысится примерно на 1 п.п.), • эксплуатация Амулсарского рудника, начиная с 2024 года (вклад в экономический рост, по оценке ЦБ РА, составляет около 2 п.п.), а также возобновление работ на Техутском руднике. 	<ul style="list-style-type: none"> • продолжительность ускорения потребления в частном секторе, • рост государственных расходов, • продолжительность ускорения роста зарплаты, • повышение цен на международном рынке на сырьевые и продовольственные товары, • ослабление армянского драма (при оттоке капитала).
Понижающие риски (-)	<ul style="list-style-type: none"> • возможный отток капитала РФ и сокращение потребления граждан РФ, временно проживающих в РА, • расширение пакета санкций против России и в некоторой степени распространение и на Армению, • риски, связанные с эффективностью освоения капитальных расходов, предусмотренных среднесрочным планом бюджета, • риски, связанные с ростом геополитической напряженности. 	<ul style="list-style-type: none"> • продолжительность укрепления армянского драма, • замедление потребления в частном секторе, • снижение цен на международном рынке на сырьевые и продовольственные товары.

Приложение: «Анализ факторов бума жилищного строительства в Республике Армения в 2018-2023 годах и возможные риски»

Анализ устойчивости факторов строительства, как драйвера экономического роста, имеет ключевое значение для Армении, т.к. у нее уже был прецедент проявления «голландской болезни», когда двухзначный экономический рост в 2003-2008 годах подпитывался капитальными вложениями в жилищное строительство за счёт денежных переводов. После финансового кризиса 2008-2009 гг. спад в строительном секторе был очень глубоким (-42%), а восстановление объемов произошло только после начала реализации программы Правительства по возврату подоходного налога. Несмотря на то, что факторы роста жилищного строительства до и после финансового кризиса отличаются (в первом случае это были денежные переводы, а во втором – ипотечные кредиты), нужно оценить возможные риски для экономики и достаточность мер, предпринимаемых со стороны Правительства и ЦБ РА для нивелирования этих рисков.

Начиная с 2018 года наблюдается ускорение роста ипотечных кредитов и повышение цен на недвижимость, за исключением кризисного 2020 года (пандемия COVID-19). Проведенный анализ свидетельствует, что в последние годы рынок недвижимости перегрет, и это в основном связано с мерами Правительства, направленными на стимулирование жилищного строительства и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога (см. Рис. 1). Это подтверждается тем, что в настоящее время цены на недвижимость в РА, по нашим оценкам, примерно на 30-40% превышают их фундаментальный уровень, что близко к оценкам ЦБ РА (примерно 30%)⁵.

Рис.1 Рост ипотечных кредитов и цен на недвижимость, % (2017=100)



Источник: ЦБ РА и оценки ЕФСР

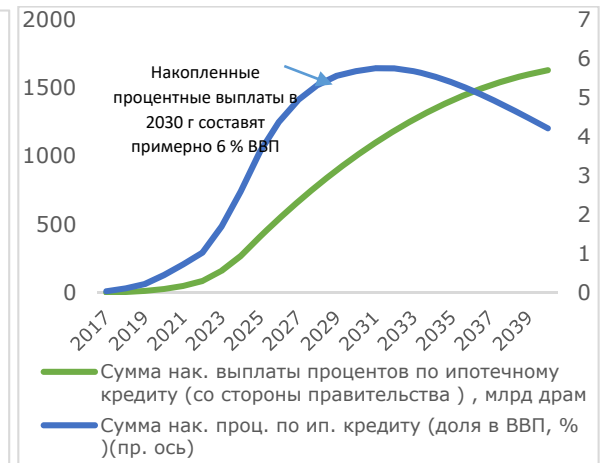
⁵ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/finstability/Cyclic_2023Q2.pdf

Также новый бум жилищного строительства ежегодно увеличивает финансовые обязательства Правительства РА. Уровень платежей растет не только для покупателей жилья, но и для Правительства, которое должно компенсировать значительную часть процентных выплат по ипотечным кредитам в будущем. Затраты государственного бюджета по возврату из сумм уплаченного подоходного налога в 2022 году по сравнению с 2017 годом увеличились примерно в 15 раз. Долгосрочные накопленные затраты государственного бюджета по возврату подоходного налога, по нашим оценкам, к 2030 году могут достигнуть 6,0% ВВП (около 2,4 млрд доллар США) (см. Рис. 3).

Рис.2 Сумма выплаты процентов по ип. кредиту со стороны правительства, (поток)



Рис.3 Государственные обязательства, накопленные в течение 2017-2040 гг. по выплатам процентов в будущем



Источник: Минфин РА и Оценки ЕФСР

Рост ипотечных кредитов и увеличение расходов на их обслуживание в структуре долга населения в долгосрочной перспективе несет определённые риски. Замедление темпов экономического роста и повышение инфляции могут привести к сокращению реальных располагаемых доходов населения, что в условиях фиксированных платежей по ипотечным кредитам (аннуитет) может снизить платежеспособность заемщиков, что, в свою очередь, приведет к генерированию рисков в банковском секторе. Также, изменение цен на недвижимость может негативно отразиться на качестве активов банков и вызвать риски для финансовой стабильности. Резкое увеличение затрат государственного бюджета по возврату подоходного налога также имеет определённые риски с точки зрения бюджетной устойчивости.

Для нивелирования рисков, накопленных на рынке недвижимости, которые могут воздействовать на дальнейшее развитие сектора строительства, финансового сектора и (опосредованно) других секторов экономики, Правительство и ЦБ РА предпринимают соответствующие меры. В частности, для обеспечения стабильности финансовой системы ЦБ РА проводит детальный мониторинг рынка недвижимости и применяет соответствующие

макропруденциальные инструменты: в последнее годы введен инструмент ограничения на выдачу кредитов под залог недвижимости, по которому определяется предел максимального соотношения кредит/залог (loan-to-value); повышена ставка контрциклического буфера капитала, применяемая к коммерческим банкам; ЦБ РА регулярно оценивает фундаментальные цены на недвижимость в рамках оценки финансовой устойчивости. Правительство также предприняло определенные шаги – были внесены изменения в Налоговый кодекс, согласно которым поэтапно, до 2025 года, сократятся объемы субсидирования выплат по возврату подоходного налога, связанных с приобретением недвижимости в городе Ереване.